

# わが国の公的年金制度へのマネジメントからの接近

—その方法と視点—

今 福 愛 志

## 1. 公的年金基金のマネジメントをめぐる 問題領域

わが国の公的年金制度の信頼が大きくゆらいでいる。社会保険庁の年金記録の不備、保険料の横領の実態が明らかになるにつれ、公的年金制度にとって年金財源の問題だけでなく年金給付をめぐる管理のあり方もまた等しく重要であるとの認識がますます高まっている。いいかえれば、公的年金制度にとって、「年金制度の設計 (design) をどうするかだけでなく、年金制度を首尾よく管理・運営するのに必要となる保険料徴収・記録保管・積立金運用・給付支払いなどの事務処理をどのように整備していくかという問題 (implementation)」が、先進諸国の公的年金制度にとって共通の問題として認識されてきた<sup>1)</sup>。

折しも、2003年5月、世界銀行主催のコンファレンス「公的年金基金マネジメント：ガバナンス、アカウントビリティ、投資方針」が開催された<sup>2)</sup>。WB報告書の「はしがき」で年金基金へのマネジメントからの接近の意義をつぎのように述べている。

「公的年金基金マネジメントは、多くの国々において重要な課題であり、それは世界の公的、私的な年金制度全体のおよそ3分の1におよんでいる。その上、多くの国々の公的年金基金は金融システムの資産のなかで重要な割合をしめている。これら公的年金基金をめぐる特別な問題には、基金ガバナンス、基金管理者のアカウントビリティ、

投資方針、議決権行使、コーポレート・ガバナンスがふくまれる。さらに、基金マネジメントは一国の財政政策と金融市場にインパクトをあたえている。」(p.XV)

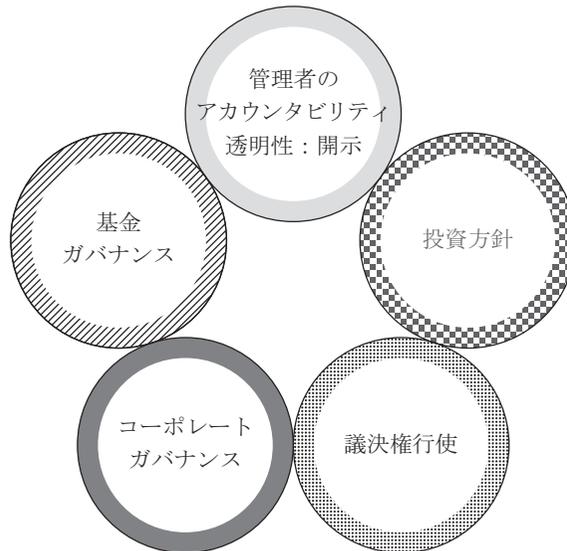
さらに、「公的年金基金の適切なマネジメントは、金融市場を発展させると同時に十分な退職所得を提供する約束をはたすうえでも役立っている」が、「マネジメント問題が政策策定にたずさわる者、実務家、開発機関の注目をあびるにいたったのは、つい最近のことである。もっとも重要なことは、公的年金基金のマネジメントに十分な注意をはらっていない国々は、自国の基金が不適切なマネジメントを行なってきたこと、ならびに公的年金基金が金融市場の発展に貢献してこなかったことにしばしば気づかされる。」

このWB報告書にならい、本研究が公的年金へのマネジメントの問題領域をあらためて図示すれば、図1のようになる。1970年代から今日までの公的年金制度をめぐる問題の焦点の展開を3つに区分すれば、つぎのようになる<sup>3)</sup>。

- ・1970年代から80年代：公的年金は積立てるべきかどうか。
- ・1990年まで：積み立てを構築するための最善の方法にどのように移行するかどうか。
- ・現代まで：公的年金基金はどのようにマネジメントすべきかどうか。

次節でのべるとおり、厚生年金制度を賦課方式とするか、積立方式とするかどうかは、今なお議論を呼ぶ問題であるが、同時に賦課方式にせよ一

図1. 公的年金のマネジメントをめぐる5つの問題



部積立てられている資金をどのように運用すべきかどうか、近年一段と議論され、そのマネジメントのあり方が問われている。上述したWB報告書の主題はマネジメントであるが、その主要な問題のひとつが公的年金資金の運用のあり方である。

このように公的年金制度へのマネジメントからの接近が、いまとくに求められている。この必要性をあらためて記せば、つぎようになる。

- ・私的年金に対するコンプライアンス、ガバナンス、アカウンタビリティ、透明性の要請に対応した公的年金制度への改革の国際的な要請。
- ・公的年金基金と私的年金の位置づけとその再編成；公的年金の民営化への動き、とりわけ積立金の資本市場への投資の本格化とその国際的な動向。
- ・前述したように、年金制度の設計とともに、管理・運営の重要性の認識<sup>4)</sup>。
- ・ガバナンスにおける情報開示の重要性と上場企業の開示制度の展開がおよぼす公的年金へのインパクト。
- ・公的年金制度における債務概念のとらえ方をめぐる国際的な動向。

## 2. 公的年金をめぐるマネジメント問題

公的年金制度へのマネジメントからの接近方法を広義にとらえれば、ガバナンス問題に集約できるであろう。公的年金のガバナンス問題を論ずる時、つぎは公的年金のガバナンス問題を私的企業のガバナンス問題と異なるという観点から<sup>5)</sup>、公的機関、とくに行政組織のガバナンスにとって不可欠な課題として2つをあげている<sup>6)</sup>。

- ・明確性(不確実性の可能な限りの排除)
  - ・透明性(情報の非対称性の可能な限りの排除)
- 前者の明確性については、将来の不確実性を小さくするには、「ある事象が生じたときに何が起きそうであるのか、エージェントはそのときどのように責任をもつことになりそうであるのか」に関して、予測可能性、明確性を高める<sup>7)</sup>必要がある。後者の透明性については、明確性の実現のために、「住民が何を希望しているのか、つまりニーズに関する、対話を通じてできる限り情報を収集することが重要である。さらに、エージェントが持つ情報に関しても、収集することが大切であり、そのためには、効果的な情報公開制度を制度化することが重要」となる。

しかし、私的企業および私的年金基金においてコンプライアンス、とりわけアカウンタビリティと透明性が一段と焦点となっていることが、公的年金基金にインパクトをおよぼすという観点にたてば、「あらゆるステークホルダーに向けた公的な透明性と報告は公的年金基金の中心にある<sup>7)</sup>。」この観点からすれば、コーポレート・ガバナンスと公的年金のガバナンスの定義は、それぞれつぎのようになる<sup>8)</sup>。

定義1：「コーポレート・ガバナンスとは、企業を方向づけて統制するシステムである。取締役会は、自己の企業のガバナンスに責任を負っている。ガバナンスにおける株主の役割は、取締役および監査役を任命し、しかるべきガバナンス機構が整備されているとの確信を得ることにある。取締役会の責任には、企業の戦略的目標の設定、かかる目標を実行にうつすためのリーダーシップの発揮、事業経営の監督および自己の管理責任に関する株主への報告がふくまれる。」

定義2：「公的年金をめぐるガバナンスとは、政府がそれにかかわるステークホルダーの福利を最大化し、利害のコンフリクトを

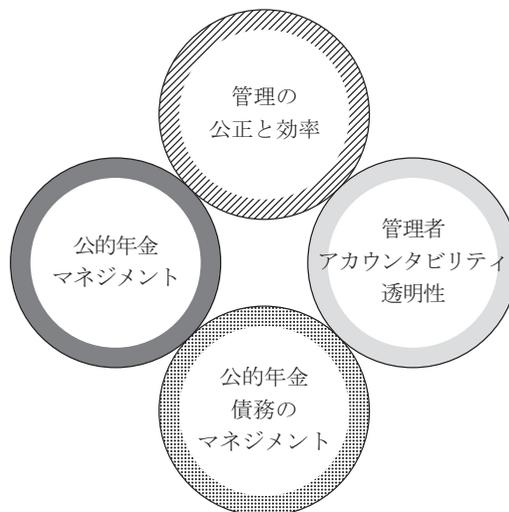
解決する目的で、その業務をマネージするさいのシステムとプロセスをさす。

このように定義すれば、公的年金のガバナンスには、透明性、コンフリクトの解決、および当該事業を運営するような問題がふくまれる。」

これをもとに賦課方式のガバナンスを図1にしたがって示すならば、図2のようになるであろう。

積立金方式の公的年金制度のマネジメント、すなわちガバナンス問題は、図1でしめしたとおり公的年金資金の投資をめぐる問題がくわり、マネジメント問題は一段と複雑となってくる。公的年金資金を自主運用とすかどうかの問題は、公的年金基金のマネジメントのあり方にとってきわめて重要な問題となる。本研究の藤野論文で述べられているとおり、わが国の公的年金の積立金の管理・運用については、平成18年4月に年金積立金管理運用独立行政法人が設立され、従来の大蔵省資金運用部から切り離され、独立した機関として運営されている。公的年金基金の積立金の管理・運用をどうするのか、という問題は、わが国だけでなく国際的にも公的年金のマネジメントのもっとも重要な課題のひとつになっている。とりわけ、積立金をかつてのわが国のように、政府債

図2. 賦課方式の公的年金制度の4つのガバナンス問題



の購入にあて、一定の利回りとともに将来の給付に備えるのか、それとも積立金の資本市場への投資にまわすのか、という議論は、いまなお国際的に議論をよぶ問題である。これは、公的年金を積立方式による場合はもちろん、賦課方式(一部積立方式をふくむ)による場合であっても、等しく重要な課題であるからである。

### 3. 公的年金基金の運用をめぐる マネジメント問題

米国では、積立金の全額が国債に運用され、購入された国債(政府債証券)の対価たる資金は米国政府の歳入とされ、さまざまな歳出に利用されている<sup>9)</sup>。すでに1990年に決着をみたこの問題が、ふたたび米国において議論されている<sup>10)</sup>。ここでは、積立金を国債でなく、資本市場の株式への投資が公的年金にとって2つの利点があるという。

第1に、公的年金の投資を株式投資に運用することにより、世代間の効率的なリスクシェアリングが可能となる点である。若い世代は将来の給付への期待からリスクをとって高いリターンをもとめ、逆に高い年齢層は低いリスクと低いリターンを求めて国債に投資するスキームの構築が、公的年金にとって可能となる。第2に経済的でなく政治的な理由として、「社会保障にかかる費用を低廉にし、給付の削減、または増税へのプレッシャーを引き下げる」(p.4)効果をもっている。

しかし、高いリターンは高いリスクをとともうものであるから、上述の利点はまた欠点でもある。その上、そもそも国の公的年金資金を資本市場に投資することが、正当であるかどうかという基本的な問題がある。

それでも、公的年金資金の資本市場への投資が国際的に問題となっている背景として、つぎの点が認められる。すなわち、企業年金の確定給付制度(DB制度)から確定拠出制度(DC制度)への移行の増大にともない、退職後年金給付の予測が難しくなっている。かくして、「事業主がDC制

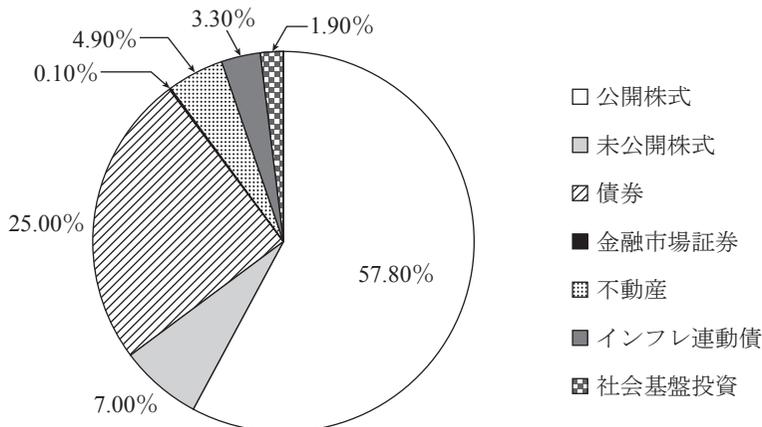
度に移行するのに対応して、公的給付の予測可能性は不安の公的給付を提供し、労働者に対して退職後の計画に資することになり、かくして補完的な年金制度のリスクをよりとることを可能にさせる。」(p.124)

わが国の公的年金積立金の自主運用をめぐる、「政府はいかに機関投資家たるべきか」という観点から、つぎのような問題が提起された<sup>11)</sup>。①政府による投資が、金融・資本市場の機能を害しているか、②政府の投資家としての行動が他の政策との利害相反を生じているか、③政府による資本市場での投資行動が、市場効率の低下(およびリスク)、または利害相反(およびそのリスク)をつうじて、コストが生じている場合、政府が機関投資家としての行動は正当化できるか。

公的年金資金を資本市場に投資することにより、政府としてつぎの5つの役割をどのように公正かつ効率的にはたすのか、という問題が提起される<sup>12)</sup>。①公的年金資金の運用主体の所有者として、②市場参加者として、③市場に直接介入する当事者として、④フィデューシャリー・エージェントとして、⑤金融の規制者、政策主体として。いかえれば、性格がまったく異なる3つの主体—運用益極大化に努める機関投資家、公的年金の運用主体、金融・資本市場および個別企業に影響力を有する政策主体—の役割をどのような仕組みでどのように果たすのか、その仕組みが問われている。

公的年金資金の資本市場への投資にかかわる仕組みについて、ひとつのモデルといわれるカナダの例を簡単にみておこう。1997年に公的年金基金の市場運用の独立機関であるカナダ年金投資委員会(Canada Pension Plan Investment Board: CPPIB)が設立され、年金資産の市場運用と運用収益により将来の年金財政の強化を図ることとされた<sup>13)</sup>。2007年3月31日現在の状況はつぎのとおりである<sup>14)</sup>。基金総額は1160億カナダドルであり、前年比で186億カナダドルの増加となり、その内訳は131億ドルが運用収益、残りの55億

図3. CPPIBのアセットミックス



出所) CPPIB, 2007 Annual Report

ドルが拠出である。また、アセットミックスは図3のようになる。

公開、未公開株式への投資が全体の64.8%の756億カナダドルに達している。そのうちカナダの公開株式への投資が24.4%の285億ドルであるので、残りの385億ドルは海外株式であると推定される。わが国の年金積立金管理運用独立行政法人の平成19年度第2四半期のアセットミックスが国内債券58.5%、国内株式17.9%であるから、両者は対照的である。

CPPIBのこのアセットミックスの方針の理由を2007年のアニュアルレポートは、「増大するグローバルな多角化が、カナダの比較的小規模で、高い集中度の株式市場に内在するリスクに対してよりよいマネジメントとなる。これにより、カナダ経済の低迷にともなうCPPの拠出額の引き下げという潜在的なリスクを回避して、投資収益への依存度を高めることができる。」(CPPIB, 2007 Annual Report)

こうしたCPPIBの公的年金資金のマネジメントに関して、つぎの5つの仕組みが必要となる<sup>15)</sup>。

- ①公的年金における役割と責任の明確化
- ②公的年金基金の政府から独立するシステムの構築
- ③公的年金基金の方針の策定と実施のプロセスの

#### 公開と透明化

- ④公的年金基金内部の権限委譲の仕組みの明確化：執行と監督の分離
- ⑤公的年金基金内部のガバナンス構造と不正防止システムの構築
- ⑥私的年金基金を規制する機関による公的年金基金の運営主体の規制

これらの仕組みは、公的年金基金を資本市場で投資することにとまなうリスクをどのようにマネジメントするかという問題であるといってもよい。それらリスクは財務的リスクと政治的リスクの2つに分類できるであろう<sup>16)</sup>。前者の財務的リスクは、短期的な収益の変動性と長期的なリスクと期待収益との乖離にかかわっている。短期的なリスクの影響で生じたマイナスの変動性は、企業年金にくらべて公的年金ではより長期的にみることが可能であるので、それほど問題ではないとしても、後者の長期的リスクにおよぼす影響は深刻であり、これに対応する給付の改訂をとまなう自動調整システムの構築が必要となるであろう。本号掲載の小野論文では、スウェーデンの賦課方式における自動均衡システムはそうしたマネジメントのひとつであろう。

もうひとつの政治的リスクは、政府が公的年金基金の管理者への影響力をおよぼすリスクである。

このリスクは4つに関連している<sup>17)</sup>。

- ・CPP (カナダ年金制度) が、長期的な退職給付にふさわしい資産に投資するよりも、政府に資金を提供するような、信用供与に関して政府に拘束された機関になり、結果として市場レートを下回る場合である。
  - ・CPPが「社会的に望ましい」プロジェクトに投資して、同時に(あるいは)「社会的に望ましくない」プロジェクトを回避するような場合である。たとえば、ケベック州年金の投資目標が地域そしてフランス系カナダ人経済の振興におかれ、その結果、標準以下のリターンとなった事例である。標準となる財務目標でなく拡散した目標の集合を導入すれば、それだけ公的年金の監督とマネジメントがいつそう難しくなる。
  - ・CPPが株主としての権利を企業に対して「望ましい社会的な」意思決定および(あるいは)「社会的に望ましくない」意思決定を押ししすすめる方向に使用するような場合である。
  - ・「危機に」瀕した金融市場のテコ入れに使われる場合である。この結果、リターンを犠牲にし、CCPIBのガバナンスを弱体化して、膨大な額の資本が必要となり、ほとんど有効ではなくなる。
- こうしたマネジメントとガバナンスの劣化を防止するために、CPPIBでは1997年に「機関投資家」指令を公表している。また、上述した議決権行使のガイドラインも公表されている<sup>18)</sup>。なかでもつぎの3つの指針が注目される。
- ・CCPIBは、カナダ年金制度の長期的な必要性に適合した長期的な投資家である。株式に数十億ドルを投資しているものとして、経営者がとる姿勢に賛成しない都度、株式を売却して当該会社から離脱することはできない。
  - ・環境・社会・ガバナンスに対する当該会社の責任ある行動は、長期的な財務上のパフォーマンスにプラスの影響をおよぼす。
  - ・機関投資家サービス社 (Institutional Shareholders Service, Inc.) のガイドラインに準拠して、

投票がなされる。

一方、わが国の年金積立金管理運用独立行政法人の議決権行使については、すべての受託機関に対して積極的に議決権行使をもとめ、議決権行使の方針と行使状況の報告をうけ、「運用受託機関の定性評価に反映させる」ということで、関与のあり方としては間接的ではあるが、公的年金という性格を踏まえれば、現時点では妥当なかかわり方であると、当該独法の管理者は評価している<sup>19)</sup>。公表されている「株主議決権行使状況の概況(平成19年4月～6月)によれば、当該独法の要請ではないが、受託機関が取締役等の選任にあたり、どのような方針で臨んでいるのかを記している。そこでは3つがあげられている。

- (ア)業績不振や反社会的行為に対して当該取締役等に有責性が認められると判断した場合
- (イ)社外取締役等の員数や独立性に問題があると判断した場合
- (ウ)提示された買収防衛策の内容が不適切と判断した場合

それに対して、米国のCalPERS(カリフォルニア州公務員退職基金)と同じ性格をもっているわが国の企業年金連合会は、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」(2001年10月5日策定)を公表している。ここでも、「株主議決権の具体的な行使は受託機関の判断にゆだねているが、各受託機関は、委託者(受益者)である連合会の利益の向上のみを目的として株主議決権を適切に行使用することが求められる」として、さらに具体的な議決権行使の基準の策定を受託機関に要求している。それによれば、取締役会の構成、利益の配分、企業の財務戦略や事業内容の変更、さらには別個の基準として「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」まで広範囲にわたっている。これら基準が、受託機関に対する機関投資家としての要求の範囲内のものかどうかは判然としないが、議決権行使のあり方が企業年金におけるそれと同じ次元で考えるべきものではなく、上述したCCPIBの議決権行使の基準でしめされていると

おり、金額の規模にてらすと異なる議決権行使のあり方を考えるべき時期にきている。

上述した CPPIB の基金総額約 12 兆円と比較しても、表 1 で示されているとおり、わが国の年金積立金管理運用独立行政法人の 104 兆円、企業年金連合会 22 兆円と膨大な額に達しているだけに、議決権行使の基準の策定のあり方はガバナンスのあり方と連携している。なぜなら、公的年金だけでなく株主の議決権行使のあり方が、かならずしも自明のことではなく、それ自体議論をよぶ問題であるからである。

たとえば、企業経営の目的とは単純に株主価値の最大化ではなく、「企業価値の向上であり、それは企業が有する使命ないしミッションの実現にある」とするなら<sup>20)</sup>、株式配当をめぐる問題は議決権行使の範囲こえる問題であって、企業経営そのものの問題であるという考え方もあるからである。表 1 で明らかのように膨大な額の公的年金を資本市場に運用するとき、CPPIB のマネジメントあるいはガバナンス問題をはるかにこえる異質のリスクが認められるだけに、そのための仕組みがもとめられる。たとえば、投資方針が理事会ま

たは受託者によって策定されるプロセスが文書として残され、制度の受益者、すなわち国民がそれにアクセスできるような仕組み、あるいは投資方針が関連するすべてのリスク、およびそれらリスクを理事会が測定・監視・管理できるようなアプローチを識別できるような仕組みを準備しなければならないであろう。

#### 4. 公的年金をめぐるマネジメント問題の将来

公的年金のマネジメント問題という時、そもそも国が負っている年金債務とはなにかがかならずしも明確ではない。それはわが国だけでなく国際的にも問題になっている<sup>21)</sup>。公的年金の債務とはつぎの 3 つのうち、なにをさすのが明らかにされていない。

- ・既発生債務：過去の負債
- ・現役従業員と受給者の過去および将来の給付債務
- ・現役従業員、受給者、および将来の加入者の過去と将来の給付債務

これをもとに政府の貸借対照表にオンバランスされるべき債務は、どのように考えるべきである

表 1. 世界の大規模年金基金(上位 10 基金)

順位	基金名	国名	資産額 (百万ドル)	円換算額 (兆円)*	時点
1	年金積立金管理運用独立行政法人	日本	\$ 870,587	104.5	06/3/31
2	政府年金基金	ノルウェー	235,849	28.3	05/12/31
3	ABP	オランダ	226,974	27.2	05/12/31
4	国民年金基金	韓国	214,184	25.7	05/12/31
5	CalPERS(カリフォルニア州公務員退職年金)	米国	195,978	23.5	05/9/30
6	企業年金連合会	日本	183,352	22.0	06/3/31
7	連邦退職年金	米国	167,165	20.1	05/9/30
8	地方公務員共済組合連合会	日本	137,153	16.5	06/3/31
9	CalSTRs(カリフォルニア州教員退職年金)	米国	133,988	16.1	05/9/30
10	ニューヨーク州・地方退職年金	米国	131,861	15.8	05/9/30

※1 ドル= 120 円として換算

出所) 三菱龍(2007)「公的年金運用をめぐる諸問題—5年間の運用実績を踏まえて—」『証券アナリストジャーナル』, p.85.

のかが、つぎの課題となる<sup>22)</sup>。上記の既発生債務のうち、支払期日の到来した年金給付をオンバランスされるべきか、あるいは既発生債務の全額の割引現在価値であるのか等々、ほとんど解決をみていない問題である。わが国では、いずれの債務も負債として計上されていない。

一方、米国では公的年金債務については、支払期日が到来したが未払いのもだけが貸借対照表(表示項目「確定給付債務」)に計上され、将来給付に関する情報はスチュワードシップ情報に開示されている<sup>23)</sup>。ここでいうスチュワードシップ情報は、「社会保険のプログラム別の継続可能性を評価するための将来予測情報(ないし将来の収支分析情報)の開示を目的としている。」

本稿の第1節で示したように、公的年金のマネジメントにとって不可欠な公的年金の管理者のアカウントビリティに不可欠な開示と透明性の前提として、公的年金の債務とはなにか、また政府会計にオンバランスされるべき債務はなにかが明確にされなければならないであろう。わが国において賦課方式の債務超過をめぐるバランスシートの理解についても、この基本的な問題と密接につながっている<sup>24)</sup>。

本稿で論じた「公的年金へのマネジメントからの接近」にかかわる諸問題にてらすと、わが国の公的年金制度のマネジメント問題は個別的には論じられているが、それを総合する観点が明確な私たちで提示されていないと思われる。それが、冒頭でも指摘したように現代のわが国の公的年金の給付問題の基礎にあると思われる。その意味においても、わが国の公的年金をめぐるマネジメントからの接近は重要な観点である。

(日本大学経済学部教授)

## 注

- 1) 高山憲之(2004)『信頼と安心の年金改革』東洋経済新報社, p.168.
- 2) コンファレンスの詳細はつぎを参照。Musalem, Alberto R., and Robert J. Palacios, ed., *Public Pen-*

*sion Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, May 2003, The World Bank, 2004.* 以下の引用では、WB報告書ないしWB reportと略記する。

- 3) *Ibid.*, p.1.
- 4) 西沢和彦(2003)『年金大改革』日本経済新聞社, p.78.
- 5) 私的企業のガバナンス問題については、たとえばつぎの拙稿を参照。拙稿「企業統治の会計学(一)～(五)」『会計』2004年4月から8月。
- 6) 赤井伸郎(2006)『行政組織のガバナンスの経済学』有斐閣, pp.3-4.
- 7) Maher, Annie, “Transparency and Accountability,” in Musalem, Alberto R., ed., *op.cit.*, p.3.
- 8) Carmichael, Jeffrey, and Robert Palacios, “A Framework for Public Pension Fund Management,” in ed., Musalem, Alberto R., et al., *op.cit.*, p.7.
- 9) 米国の積立金の利用については、つぎを参照。玉木伸介(2004)『2008年年金問題』日本経済新聞社, p.110。1999年、クリントン政権は社会保障基金7,000億ドルを株式市場に投資するよう提案したが、グリーンズパン連邦準備委員会議長は「ここまで多額の基金を政府の介入から守ることが政治的に可能だとは思わない」と反対して、撤回された。  
アラン・グリーンズパン著(2007)山岡洋一・高遠祐子訳『波乱の時代』日本経済新聞社, p.317.
- 10) 以下はつぎによっている。必要に応じてページ数のみ記す。Munnell, Alicia H., and Steven A. Sass, *Social Security and the Stock Market: How the Pursuit of Market Magic Shapes the System*, W.E. Upjohn, 2006.
- 11) 以下の問題点はつぎによる。玉木伸介「わが国の公的年金積立金の自主運用を巡る諸問題—政府はいかに機関投資家たるべきか—」総合開発研究機構, NIRA 研究報告書『高齢化社会における政策優先性—日米共通の視点から—』2004年3月。
- 12) 以下はつぎによる。玉木伸介(2004)『2008年年

- 金問題』日本経済新聞社，p.101.
- 13) つぎを参照．山田正次「ガバナンスと透明性のバランス～カナダ公的年金の投資政策～」『みずほ年金レポート』2004.9/10.
  - 14) CPP Investment Board (2007) *2007 Annual Report*.
  - 15) MacNaughton, John A., “The Canadian Experience on Governance Accountability and Investment,” *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies*, pp.107-123.
  - 16) 以下はつぎによる．Munnell, Alicia H., and Steven A. Sass, *op.cit.*, pp.118-122.
  - 17) *Ibid.*, p.121-122.
  - 18) CPPIB, *Proxy Voting Principles and Guidelines*, February 2006.
  - 19) 十菱龍 (2007年5月)「公的年金運用をめぐる諸問題—5年間の運用実績を踏まえて—」『証券アナリストジャーナル』, p.90.
  - 20) 上村達男，金児昭 (2007)『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞社，p.20.
  - 21) この点はつぎを参照．Klumpes, Paul J., “Determinants of government underfunded public pension liabilities in the OECD,” *European Accounting Review*, 2003. Klumpes, Paul J., “The hidden public pension obligations in six European states: a generational accounting perspectives,” *Accounting Forum*, Vol.27, No.3 (June 2003).
  - 22) 以下はつぎを参照．古市峰子 (2007年10月)「公的年金と公会計」『年金と経済』.
  - 23) 詳細はつぎを参照．瓦田太賀四，都築洋一郎 (2004年3月)「米国連邦政府財務報告の体系に関する一考察—「スチュワードシップ情報」の位置づけを中心に—」『会計検査研究』No.29, p.144, p.150.
  - 24) わが国のいわゆるバランスシート論についての論争はつぎを参照．堀勝洋 (2004年3月)「賦課方式の年金財政を巡る二つの誤解—二重の負担論とバランスシート論—」『年金と経済』.

